Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Monthly

Geldpolitische Reifegrade variieren

Das Geschehen an den Devisenmärkten wird auch dieser Tage weiterhin maßgeblich von der Frage geprägt, wie weit die Inflationsraten in den einzelnen Ländern noch steigen können und wie die hierauf angemessene geldpolitische Antwort lautet. Wenngleich dies ohnehin bereits ein schwieriges Unterfangen war, so haben die zuletzt wieder aufgekommenen geopolitischen Risiken aufgrund der zugenommenen Spannungen zwischen Russland und der Ukraine die Sache mit Blick auf die weitere Energiepreisentwicklung alles andere als einfacher gemacht. Was die marktseitig mit Spannung erwarteten geldpolitischen Antworten betrifft, heißt es mit Blick auf die beiden Schwergewichte Fed und EZB allerdings erst einmal abwarten. So ist doch diesbezüglich sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks erst in rund vier Wochen, sprich bei den jeweiligen März-Sitzungen der Notenbanken, mit geldpolitischen Neuigkeiten zu rechnen.

Während man damit sowohl in Washington und erst recht in Frankfurt noch ganz am Anfang der geldpolitischen Wende steht, lässt sich in einigen Schwellenländern hingegen schon ein weit fortgeschrittener geldpolitischer Reifegrad beobachten. Will heißen: die dortigen Leitzinserhöhungszyklen nähern sich bereits dem Ende, so dass auf kurze Sicht nur noch vergleichsweise wenig "Luft nach oben" besteht und nach einer längeren Phase des Innerhaltens perspektivisch bereits erste Leitzinssenkungserwartungen nicht verwundern sollten. Vor Augen haben wir diesbezüglich die russische sowie die brasilianische und die tschechische Geldpolitik. Gemein ist ihnen, dass sie bereits im Frühjahr bzw. Sommer letzten Jahres aufgrund massiv zugenommener Inflationsrisiken damit begonnen haben, die geldpolitischen Zügel beherzt in die Hände zu nehmen und zu straffen. Hierbei erhöhten die brasilianischen Währungshüter die Leitzinsen bislang um unglaubliche 875 Bp, gefolgt von ihren russischen (+525 Bp) und tschechischen (+350 Bp) Amtskollegen. Interessant ist jedoch, dass ausgerechnet die tschechische Krone, obwohl in diesem Vergleich mit dem "geringsten" geldpolitischen Support bedacht, in den vergangenen Monaten als einzige Währung gegenüber dem Euro so stark aufwerten konnte, dass sie wieder ihre Niveaus von vor Ausbruch der Corona-Krise zurückerobern konnte. Sowohl der brasilianische Real als auch der russische Rubel sind hingegen nach wie vor weit von ihren entsprechenden Werten entfernt. Es scheint, als ob der restriktive geldpolitische Kurs ihrer Währungshüter die beiden risikosensitiven Währungen in dem zeitweise massiv eingetrübten EM-Sentiment zwar vor ausgeprägteren Kursverlusten bewahrt haben dürfte. Um zu alter Stärke zurückzukehren, bedarf es jedoch mehr. Oder anders formuliert: möglichst wenig nationaler Störfeuer (RUB: Russland-Ukraine-Krise; BRL: ungewisser fiskalpolitischer Kurs).

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

WÄHRUNGEN

monatlich Fertiggestellt: 17.2.2022 10:13 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Geldpolitik und Geopolitik - Eu(ro)phorie auf	
dünnem Eis	2
USA: Hohe Inflationsrate setzt Fed unter Zugzwang	•
März-Sitzung im Fokus	3
Japan: Notenbank bietet JGB-Markt Paroli – Ukrain	
als nächste große Krise?	4
Großbritannien: Inflation steigt weiter, Bank of	
England bleibt auf Straffungskurs	. 5
Schweiz: Inflation steigt auf 13-Jahreshoch – und is	
trotzdem noch niedrig	6
Australien, Neuseeland: Geldpolitische Straffung zu	
Stützung der Währungen	7
Kanada: Licht am Ende des Tunnels an der	
Pandemiefront; BoC macht sich startklar für Lift-off	ć
Skandinavien: Riksbank noch expansiv – Norges	
Bank mit Zinsanhebungen	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Geldpolitische Divergenz dürfte	
zunehmen	12
Russland: Diplomatie bleibt gefragt	13
Türkei & Südafrika: Zwei weit voneinander entfernte	
Inflationswelten	14
China: Strikte Null-Covid-Politik belastet auch	
weiterhin	16
Brasilien & Mexiko: Inflation bestimmt die Geldpoliti	
	17
_	
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND	
AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN:	_
G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EI	M-
WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN



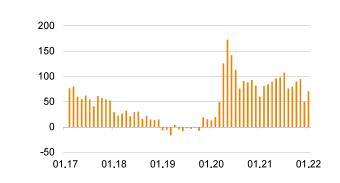
G10 WÄHRUNGEN

EWU: Geldpolitik und Geopolitik - Eu(ro)phorie auf dünnem Eis

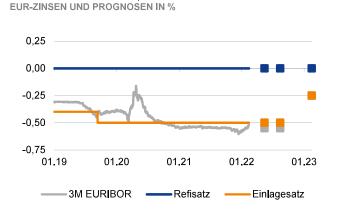
Wie empfänglich der Euro gegenwärtig für geldpolitische Spekulationen ist, hat er uns im Zuge der jüngsten EZB-Pressekonferenz eindrücklich bewiesen. Doch so sehr wir EUR-USD den Ausflug Richtung knapp 1,15 USD auch gegönnt haben, ist der aktuell zu beobachtende Rückzug auf 1,13 USD eine fairere Beurteilung der Gesamtlage. Ja, die EZB scheint sich von ihrem stoischen Mantra verabschiedet zu haben, dass die Inflation nur transitorisch sein wird. Das bedeutet aber noch lange keine 180-Grad-Wende hin zur Prognose einer anhaltenden Inflationsspirale, der die Geldpolitik sofort und aggressiv entgegentreten müsste. Vielmehr spielt EZB-Chefin Lagarde auf Zeit und beruft sich auf die EZB-Sitzung im März bzw. die dann anstehenden neuen Projektionen. Nicht zuletzt der Euro-Wechselkurs sollte sich daher den Termin am 10. März im Kalender notieren.

März-Projektionen als Schlüssel für EZB und Euro

SEQUENCING: VOR DER ZINSERHÖHUNG KOMMT ERST QE-ENDE EZB-ANLEIHEKÄUFE (APP, PEPP), IN MRD. EUR



EZB-WENDE RÜCKT NÄHER, ABER SEHR VORSICHTIG



Quelle: Bloomberg

Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Eigentlich ist es trivial, dass das EZB-Urteil mit der erwarteten Inflationsentwicklung steht und fällt. Doch die Situation ist (selbst nach der absehbaren Aufwärtsrevision beim Preisausblick) komplizierter, als die Märkte derzeit mit ihrer für allerspätestens Juli eingepreisten, ersten Zinserhöhung suggerieren. Bisher bestehen Präsidentin Lagarde und der EZB-Rat darauf, dass zunächst die Anleihekäufe beendet und erst danach die Zinsen erhöht werden sollen (sogenanntes "Sequencing"). Entweder müsste sich die EZB von dieser freiwilligen Selbstbeschränkung lösen oder durch ein übereiltes QE-Ende Marktturbulenzen riskieren, wenn sie bereits im Sommer zur Zinswende schreiten wollte. Dafür sehen wir jedoch keinen Anlass. Vielmehr dürfte die EZB auch mit dem revidierten Inflationsbild eine behutsame und vorsichtige Gangart an den Tag legen und damit auch Luft aus dem Euro-Wechselkurs lassen.

Festhalten am EZB-Sequencing steht schnellen Euro-Gewinnen entgegen

Doch nicht nur die europäische Geldpolitik, auch die globale Geopolitik sollte größeren Euro-Kursgewinnen entgegenstehen. Die Situation in der Ukraine ist denkbar heikel, mit volkswirtschaftlichen Prognoseinstrumenten aber nicht vorherzusagen. Selbst wenn eine militärische Eskalation vorerst vermieden werden sollte, stehen die geostrategischen Interessen Russlands einer raschen und nachhaltigen Befriedung der Region entgegen. Gegenüber kleineren Währungen mag der Euro noch als Sicherer Hafen fungieren können, mit den anderen Big Playern (USD, JPY, CHF) kann er aber wohl nicht mithalten. Nicht nur das etablierte RoRo-Muster (RiskOn-RiskOff),

Ukraine-Konflikt als latente Euro-Belastung, selbst ohne akute Eskalation auch die starke Abhängigkeit von russischen Energielieferungen macht den Euro im Fall einer militärischen Zuspitzung anfällig.

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

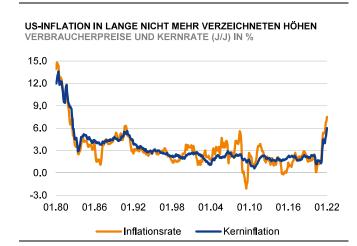
USA: Hohe Inflationsrate setzt Fed unter Zugzwang - März-Sitzung im Fokus

Der Preisdruck erreicht in den USA ein Niveau, an das sich wohl nicht mehr allzu viele Finanzmarkteilnehmer erinnern werden. Einen Anstieg in der Jahresrate im Bereich von 7,5% verzeichnete die US-Inflation zuletzt Anfang 1982. Der Druck auf die Federal Reserve ist entsprechend groß. Eine Zinsanhebung im Zuge der Sitzung Mitte März gilt als sicher. Uneinigkeit im Entscheidungsgremium der US-Notenbank scheint unterdessen bei der Frage vorzuherrschen, in welchem Ausmaß die geldpolitischen Zügel gestrafft werden sollen und wie es danach weitergeht. Die Anhänger einer restriktiven Gangart sprechen sich für ein "Frontloading" aus. Mit anderen Worten fordern sie einen ersten Zinsschritt in Höhe von 50 Bp in rund vier Wochen; außerdem soll der Leitzins bis zum Sommer um insgesamt 100 Bp angehoben werden. Schließlich stehe die "Glaubwürdigkeit der Notenbank" auf dem Spiel. Moderatere Stimmen setzen sich hingegen für eine sukzessive Vorgehensweise ein.

Mitglieder des FOMC zwar geschlossen für Leitzinsanhebungen, aber uneins über Ausmaß und Tempo

Das Gros der US-Geldmarktteilnehmer tendiert aktuell dazu, dem Lager der geldpolitischen Falken zu folgen. Stolze 175 Bp werden auf Jahressicht eingepreist. Zum Vergleich: Anfang des Jahres waren es gerade einmal 75 Bp. Der US-Dollar, der vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2021 von Spekulationen über eine näher rückende Leitzinswende in den USA erheblich profitieren konnte, ließ sich von der Aussicht auf eine deutlich restriktivere Fed interessanterweise nur noch geringfügig beeindrucken. Seit Mitte November letzten Jahres pendelt der USD-Index (Bloomberg) um die Marke von 96 Punkten – entschlossen auftretende Fed hin, marktseitig deutlich zunehmende Leitzinserhöhungserwartungen her.

US-Geldmarkt sieht sieben 25-Bp-Zinsschritte auf Jahressicht; USD kann nicht mehr spürbar profitieren



Quelle: Bloomberg

US-GELDMARKT PREIST MEHR UND MEHR ZINSERHÖHUNGEN EIN EINGEPREISTE SCHRITTE (25 BP) LAUT FED FUNDS FUT. BIS FEB. 23

7
6
5
4
3
2
1
0
06.21
08.21
10.21
12.21
02.22

Quelle: Bloomberg

Mit neuerlichem Rückenwind vonseiten der Federal Reserve sollte der US-Dollar auch in den nächsten Monaten kaum rechnen können. So ist zu bezweifeln, dass die geldpolitischen Falken im Entscheidungsgremium der US-Notenbank schlussendlich

US-Geldmarktteilnehmern droht Enttäuschung; Dollar tröstet der Blick auf den internationalen Vergleich die Oberhand gewinnen werden, favorisieren wir doch eine eher vorsichtige Gangart mit einem Zinsschritt über 25 Bp im März und drei weiteren Schritten in gleicher Höhe bis Ende des Jahres. Angesichts einer noch zurückhaltenderen Europäischen Zentralbank mag dies den Dollar zwar nicht übermäßig enttäuschen. Ein Startpunkt für eine dynamische Aufwärtsbewegung aus eigener Kraft sollte jedoch ebenfalls anders aussehen.

Sören Hettler, +49 (0)69 7447 2259

Japan: Notenbank bietet JGB-Markt Paroli – Ukraine als nächste große Krise?

Der sich überschlagende Renditeanstieg an den globalen Bondmärkten macht inzwischen auch vor Japan nicht mehr Halt. Dass die zehnjährigen JGB-Renditen letzte Woche bis 0,25% gestiegen waren, klingt im internationalen Vergleich zwar wie eine Geschichte aus uralten Zeiten, ist für Japan aber eine einschneidende Entwicklung. Seit 2016 verspricht die Bank von Japan im Zuge ihrer YCC-Politik (Zinskurvenkontrolle) ein Renditeniveau von 0,00% für die zehnjährigen Staatsanleihen. Eine Toleranz von 25 Basispunkte nach oben und unten gilt zwar als akzeptabel; doch der temporäre Anstieg über die offizielle Schmerzgrenze stellt nicht weniger als die Glaubwürdigkeit der gesamten japanischen Geldpolitik in Frage. Den regelmäßigen Ankauf von Anleihen hatte die Bank von Japan schon vor Jahren mehr oder weniger stillschweigend reduziert. Wenn sich zu diesem heimlichen Tapering jetzt noch eine größere Toleranz beim 10J-Zinsziel gesellt hätte, hätte niemand mehr den verbalen Beteuerungen geglaubt, dass die BoJ keine Exit-Pläne habe. Für den Yen, der in jüngster Zeit immer stärker unter seinem Niedrigzinsumfeld zu leiden beginnt, wäre dies ein einschneidender Strukturbruch gewesen - und eine Einladung an alle Yen-Bullen. Doch die japanische Notenbank hat den Ernst der Lage erkannt und den Märkten Paroli geboten. Erstmals seit 2018 ist sie wieder mit einem Angebot zu unlimitierten Bondkäufen zu 0,25% an den Rentenmarkt getreten, um zu unterstreichen, dass sie an ihrem Renditeversprechen unbeirrt festhält. Angesichts der weltweiten Inflationsdynamik und der globalen Rentenmarktvorgaben dürfte dies nicht die letzte Schlacht für die BoJ gewesen sein.

Globaler Renditeanstieg stellt Glaubwürdigkeit der BoJ in Frage

BANK VON JAPAN IM KAMPF GEGEN DEN GLOBALEN ZINSSOG RENDITEANSTIEG 10J STAATSANLEIHEN SEIT 01/21. IN BF

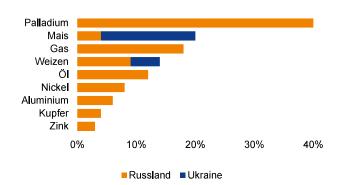
150 125 100 75



-US

SANKTIONEN IM UKRAINE-KONFLIKT ALS NÄCHSTES RISIKO?

ROHSTOFFMARKT: ANTEIL AM WELTWEITEN ANGEBOT, IN 9



Quelle: Refinitiv Quelle: Börsen-Zeitung

UK -

Als wären die Umstände damit nicht schon schwierig genug, würde mit der Eskalation im Ukraine-Konflikt noch eine weitere Baustelle drohen. Auch wenn es aktuell nach Entspannung aussieht, dürften die Entwicklungen hier weiterhin prägend für die Kursentwicklung des Safe-Haven-Yen sein. So makaber es auch ist, aus Finanzmarktsicht liegt das eigentliche Risiko einer militärischen Eskalation nicht in der Gefahr für Leib und Leben, sondern in den zu erwartenden Sanktionen gegen Russland. Vor allem am ohnehin schon angespannten Rohstoffmarkt wären Verwerfungen nicht auszuschließen. Und wir sprechen nicht nur von den meist im Fokus stehenden Energielieferungen (ÖI, Gas); Russland ist auch ein wichtiger Lieferant von Metallen und Lebensmitteln. Da die internationalen Lieferketten bereits Coronabedingt gestresst sind, sind weitere Versorgungsengpässe zu befürchten. Zu den wenigen Profiteuren einer solchen Situation dürfte der Yen gehören, dem man in diesem Umfeld wohl auch sein Niedrigzinsumfeld verzeihen würde.

Ukraine: Drohende Sanktionen aus Marktsicht das größte Risiko

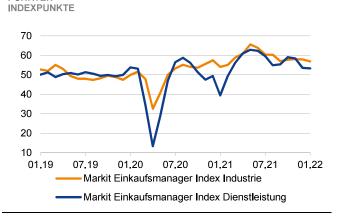
Dorothea Huttanus, ANALYST, +49 (0)69 7447 7977

Großbritannien: Inflation steigt weiter, Bank of England bleibt auf Straffungskurs

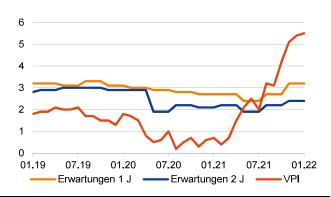
Die jüngsten Konjunkturnachrichten aus dem Inselreich sind durchwachsen. Zum einen stieg die Wirtschaftsleistung im letzten Quartal 2021 um 1% (Q/Q). Die BIP-Zuwachsrate liegt damit annualisiert bei 6,5%, dies ist der stärkste Zuwachs seit Jahrzehnten. Zum anderen wies die Bank of England darauf hin, dass bis zum Frühling mit steigender Verbraucherpreisinflation zu rechnen sei, und zwar mit einer Rate von bis zu 7,25% (J/J). Bis Jahresende sollte der Verbraucherpreisindex dann allerdings wieder auf 5,4% (J/J) zurückgehen. Gleichwohl mutet das 2%-Ziel der BoE – jedenfalls für die nächsten 18 Monate – wie Wunschdenken an. Obwohl die Konjunktur 2021 auf hohem Niveau abschloss, dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2022 etwas abschwächen. Darauf deuten jedenfalls die in den letzten Monaten des Jahres 2021 rückläufigen Einkaufsmanagerindizes hin.

Britische Wirtschaft schloss 2021 mit überraschend starkem BIP-Zuwachs ab, doch VPI viel zu hoch

EINKAUFSMANAGERINDIZES IMMER NOCH ÜBER DER MARKE VON 50 PUNKTEN



BRITISCHE INFLATIONSERWARTUNGEN STEIGEN – GRUND ZUR SORGE FÜR DIE BOE IN PROZENT



Quelle: Bloomberg Quelle: Bloomberg

Ein nichtwirtschaftlicher Faktor, der sowohl die Finanz- als auch die Geldpolitik beeinflusst, ist die Covid-19-Pandemie. Nachdem Großbritannien bereits schwer von der Delta-Variante betroffen war, kam es mit Omikron noch schlimmer für das Inselreich. Doch hat sich die Zahl der Neuinfektionen pro Woche binnen eines Monats mehr als halbiert und liegt jetzt bei 700.000. Wenn auch die Pandemie noch nicht völlig unter Kontrolle ist, so wurden die meisten Einschränkungen zu ihrer Eindämmung bereits aufgehoben.

Nach anfänglichem Omikron-Chaos sinken die Infektionszahlen, Einschränkungen wurden aufgehoben

Das vorrangige geldpolitische Ziel der Bank of England besteht darin, ihre Geldpolitik so zu kalibrieren, dass die Inflation bis Ende nächsten Jahres wieder auf das Zielniveau gesenkt wird. Das bedeutet vor allem, die Inflationserwartungen auf stabilem Niveau zu halten und eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern – angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage nicht gerade einfach. Nach zwei Leitzinsanhebungen auf 0,50% und dem Ende der QE-Käufe ist in den kommenden Monaten mit einer weiteren geldpolitischen Straffung zu rechnen. Die britische Zentralbank ist sich der Tatsache bewusst, dass höhere Zinsen nicht zu einem Rückgang der Energiepreise führen werden, die der zentrale Inflationstreiber sind. Doch kann die BoE nicht untätig bleiben. Der GBP-Geldmarkt preist bereits eine Straffung um 1% auf 1,50% zur Jahresmitte und einen Leitzins von 2% bis Jahresende ein. Aus unserer Sicht sind die Markterwartungen überzogen. Wir rechnen über diesen Zeithorizont mit einem Leitzinsniveau von 1,0% bzw. 1,50%.

Weitere geldpolitische Straffung durch BoE erwartet; Erwartungen der Geldmärkte sind überzogen

Sofern der Wirtschaft tatsächlich ein solider Start ins Jahr gelingt und die aktuellen, teils selbst verschuldeten Probleme des Premierministers in den Hintergrund treten, könnte das Pfund von höheren Zinsen profitieren. Mit Blick auf den Sommer dürfte sich Kabel bei 1,36 USD behaupten. Was das Währungspaar EUR-GBP betrifft, rechnen wir damit, dass der Euro leicht nachgeben und den Bereich um 0,82/0,83 GBP testen wird.

Pfund sollte bis zum Sommer ggü. Dollar und Euro leicht zulegen

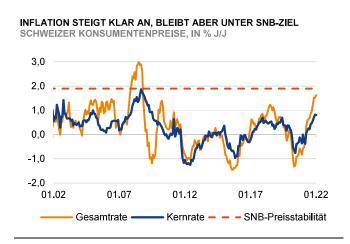
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Inflation steigt auf 13-Jahreshoch – und ist trotzdem noch niedrig

Die jüngsten Meldungen zur Schweizer Inflation im Januar lösen gemischte Gefühle aus. Das Plus der Konsumentenpreise betrug 1,6% in der Gesamtrate und 0,8% ohne Energie (je J/J). Ist das jetzt viel oder wenig? Im internationalen Vergleich (USA: +7,5%, EWU: +5,1%) ist es geradezu verschwindend wenig, für Schweizer Verhältnisse bedeuten 1,6% jedoch ein 13-Jahreshoch. Die SNB legt als Preisstabilität 2% zugrunde, und trotz der bekannten, globalen Preistreiber ist diese Marke in der Schweiz noch immer nicht in Reichweite, so dass die SNB auch keine Eile mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik haben muss. Dazu kommen noch die restriktiven Effekte durch den Renditeanstieg am Schweizer Kapitalmarkt, der sich den globalen Vorgaben nicht entziehen kann. Seit Jahresanfang sind die zehnjährigen Renditen für Bundesobligationen um stolze 40 Basispunkte gestiegen. Eine zusätzliche und schnelle Straffung des monetären Umfelds durch eine SNB-Zinserhöhung, wie sie marktseitig für unterstellt wird, wäre einfach zu viel des Guten.

Renditeanstieg am Kapitalmarkt strafft monetäres Umfeld

Quelle: Refinitiv



ESKALATION IN UKRAINE WÜRDE CHF NUR TEMPORÄR STÜTZEN EUR-CHF UND PROGNOSE



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Doch auch ohne akutes Inflationsproblem nähert sich die Schweizer Geldpolitik einer Rückkehr zur Normalität an. Hier ist zum einen der antizyklische Kapitalpuffer zu nennen, dessen Reaktivierung Ende Januar auf Antrag der SNB erfolgt ist. Die Geschäftsbanken müssen bei ihrer Hypothekenvergabe mehr Eigenmittel vorhalten, was einen stabilisierenden Effekt auf die Entwicklung des Immobilienmarktes haben soll. Besagter Puffer war als Teil der Corona-Hilfspakete im März 2020 ausgesetzt worden. Ein unmittelbar restriktiver Effekt geht von der Reaktivierung zwar nicht aus; sie unterstreicht aber, dass die SNB die Wirtschaft nicht mehr als akut hilfsbedürftig betrachtet. Zum anderen öffnet auch die diskutierte EZB-Wende die Tür zur Rückkehr zur geldpolitischen Normalität in der Schweiz. In der Vergangenheit hatte die SNB typischerweise mit ihren Straffungen auf den ersten Schritt der großen Schwester gewartet. Aufgrund der gemäßigten Schweizer Inflationsentwicklung gibt es demnach zwar keinen Druck auf die SNB zu handeln, mit Blick auf die EZB-Wende aber sehr wohl wieder die langfristige Option, sich aus dem ungesunden Bereich negativer Leitzinsen zu entfernen. Für den Franken dürfte das dominierende Thema auf kurze Sicht dagegen die drohende Eskalation in der Ukraine sein, mit entsprechender Nachfrage für den Sicheren Hafen.

Auf dem Weg zurück zur geldpolitischen Normalität

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Australien, Neuseeland: Geldpolitische Straffung zur Stützung der Währungen

In Australien hat sich die Pandemie-Situation in den vergangenen vier Wochen dramatisch gewandelt. So ist es dem Land anscheinend gelungen, die Omikron-Variante unter Kontrolle zu bringen. Für eine Entwarnung ist es wohl noch zu früh. Setzt sich der aktuelle Trend jedoch fort, so dürfte es in Australien zum Herbst hin weniger Probleme und Beschränkungen geben.

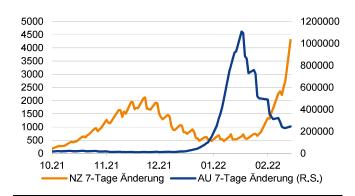
Covid-19: Australien auf dem Weg der Besserung, Ausbruch in Neuseeland gibt Grund zur Sorge

Dies ist eine erfreuliche Situation für die australische Wirtschaft. Die geldpolitische Gestaltung dürfte der Zentralbank daher etwas leichter fallen. Vor dem Hintergrund einer Wirtschaft, die sich über das vergangene Jahr als ausgesprochen resilient erwiesen hat, muss die Reserve Bank of Australia (RBA) ihr geldpolitisches Augenmerk nun auf die Inflationsrate richten, die bereits seit neun Monaten über 3% (J/J)

Australiens Wirtschaft im Prinzip in guter Verfassung; RBA hat es mit einer Straffung jedoch nicht eilig liegt. Auch die Immobilienpreise steigen rasch. Die Zentralbank weist zwar auf die Risiken einer verfrühten Zinsanhebung hin, hat aber ihre QE-Nettokäufe eingestellt. Andererseits gilt eine Anhebung noch in diesem Jahr nicht mehr als äußerst unwahrscheinlich. Hier kommt es entscheidend auf die weitere Entwicklung der Inflationsrate an. Sofern die hohen Niveaus als vorübergehend eingeschätzt werden, wird die RBA wahrscheinlich noch etwas warten, bevor sie an der Zinsschraube dreht. Der Leitzins liegt aktuell bei 0,10%, und der Geldmarkt preist bis zu fünf Zinsschritte auf 1,31% bis Weihnachten ein. Aus unserer Sicht ist das angesichts der aktuellen Konjunkturlage und der Prognose eines deutlichen Rückgangs der Teuerung in der zweiten Jahreshälfte 2022 nicht gerechtfertigt. Wir gehen davon aus, dass die RBA den Leitzins bis Ende des Jahres auf 0,75% anheben wird.

ANDERS ALS IN NEUSEELAND ENTSPANNT SICH DIE OMIKRON-LAGE IN AUSTRALIEN MERKLICH

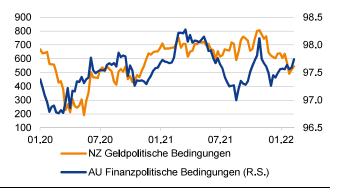
VERÄNDERUNG DER INFEKTIONSZAHLEN (IM SIEBEN-TAGES-SCHNITT)



Quelle: Bloomberg

BALD WEITERE STRAFFUNG IN NZ DURCH DRITTEN ZINSSCHRITT; MONETARY CONDITIONS IN AUSTRALIEN BLEIBEN LOCKER L.S. NZ MONETARY CONDITIONS INDEX; R.S. GOLDMAN SACHS FI-





Quelle: Bloomberg

Am Devisenmarkt dürfte die Tatsache, dass die RBA es nicht eilig hat, die Geldpolitik zu straffen, ein begrenzender Faktor für den AUD bleiben. Das gilt vor allem im Hinblick auf AUD/USD, auch wenn der Greenback bereits eine Vielzahl positiver Faktoren eingepreist hat. Wenn sich die Vorliebe des Marktes für den US-Dollar abkühlt (was zwangsläufig passieren wird), sollte der australische Dollar aber durchaus in der Lage sein, einiges an verlorenem Boden zurückzugewinnen. Auch gegenüber den Euro sehen wir für den AUD Erholungspotenzial. Zwar ist die EZB erst kürzlich ist die EZB von ihrem ultralockeren geldpolitischen Kurs (etwas) abgerückt, aber eine klarere Perspektive wird es wohl vor März nicht geben. Dies bietet dem Euro zunächst wenig Spielraum für Gewinne und sollte es dem AUD Aufwertungspotenzial bieten. Vor diesem Hintergrund ist auf Sicht von sechs Monaten mit einem Anstieg von AUD/USD auf 0,73 USD zu rechnen, während EUR/AUD um 1,55 AUD notieren dürfte.

RBA gilt nicht als besonders "hawkish", der AUD hat daher nur begrenzten Spielraum nach oben

Die Zeiten, in denen Neuseeland das Coronavirus so gut wie völlig unter Kontrolle hatte, gehören nun wohl endgültig der Vergangenheit an. Die Fallzahlen steigen explosionsartig. Dennoch erfreut sich die Wirtschaft bester Gesundheit und sie wird sich nicht so schnell aus der Bahn werfen lassen. Die Inflation liegt mit 5,9% (J/J) nach wie vor deutlich über dem Zielwert der Zentralbank. Der Reserve Bank of New Zealand wird der Anstieg der zweijährigen Inflationserwartungen von 2,96% J/J auf 3,27% J/J, wie Anfang des Monats verlautbart, zweifelsohne missfallen. Vor dem Hintergrund eines angespannten Arbeitsmarktes wird die RBNZ an ihrem Straffungskurs festhalten. So wird die Zentralbank bei ihrer Sitzung am 23.02.22 den Leitzins aller Wahrscheinlichkeit nach um weitere 25 Bp auf 1,0% anheben.

Neuseeland steht vor einer Omikron-Welle, doch das wird RBNZ-Falken wohl nicht umstimmen Obschon der NZD in letzter Zeit sowohl gegenüber dem USD als auch dem EUR an Boden verloren hat, dürfte der Kiwi-Dollar mit Aussicht auf eine weitere geldpolitische Straffung im Jahresverlauf auf USD 0,70 bzw. NZD 1,61 zulegen.

Straffere Geldpolitik dürfte den NZD in den kommenden Monaten stützen

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Kanada: Licht am Ende des Tunnels an der Pandemiefront; BoC macht sich startklar für Lift-off

Was für einen Unterschied ein einziger Monat macht! Mitte Januar bestand Kanadas größtes Problem darin, den explosionsartigen Anstieg der Corona-Ansteckungsrate unter Kontrolle zu bringen: Obwohl über 75% der Bevölkerung vollständig geimpft ist, lag die 7-Tage-Inzidenz bei fast 300.000 Neuinfektionen. Inzwischen scheint die Omikron-Welle eingedämmt, und die Zahl der wöchentlichen Neuinfektionen ist auf unter 90.000 gesunken. Bisher gibt es jedoch kaum Anzeichen dafür, dass Kanada seine coronabedingten Einschränkungen in größerem Umfang lockern wird. Dies bremst die Wirtschaftstätigkeit. Ein potenziell weitaus größeres Problem für die Wirtschaft sind indes die Proteste der Lkw-Fahrer, die nicht nur Ottawa, sondern insbesondere auch einige der wichtigsten Grenzübergänge zu den USA – Kanadas größtem Handelspartner – betreffen.

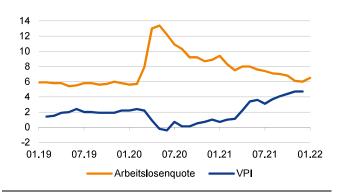
Omikron-Welle eingedämmt, doch Proteste von Lkw-Fahrern könnten die Wirtschaft zusätzlich belasten

Es sieht zwar so aus, als ob die Wirtschaft das Jahr 2021 in solider Verfassung beendet hat, aber die größte wirtschaftliche Sorge – die hohe Inflationsrate – hält an. Im Dezember erreichte die Teuerung ein Niveau von 4,8% (J/J) und lag damit mehr als doppelt so hoch wie die Zielrate der Zentralbank. Der Governor der Bank of Canada erklärte kürzlich, dass die aktuelle Inflationsrate zwar "zu hoch" sei, er aber einen Rückgang erwarte, sobald die Lieferengpässe ihren Höhepunkt überschritten haben. Zudem werde die Bank ihre Überlegungen (zur Geldpolitik) den Märkten klar kommunizieren. Die Ära der ultra-niedrigen Zinsen neigt sich dem Ende zu: Fraglich ist daher nur, wann genau die erste Zinserhöhung stattfinden wird. Vorerst halten wir an unserer Prognose für eine Anhebung um 25 Bp im Mai (auf 0,50%) fest. In den Sommermonaten dürfte dann ein weiterer Zinsschritt folgen. In jedem Fall wird der geldpolitische Wandel wohl sukzessiv stattfinden.

Inflationsrate von 4,8% (J/J) immer noch weit über dem Zielwert

IM ZUGE DER KONJUNKTURELLEN ERHOLUNG SINKT ARBEITSLOSENRATE, DOCH INFLATION LIEGT WEIT ÜBER DEM 2%-ZIEL DER BOC

ARBEITSLOSIGKEIT UND VPI (J/J), BEIDE IN %



STEIGENDE ROHSTOFFPREISE IN ZWEITER JAHRESHÄLFTE 2021 BELASTEN USD/CAD, ABER NICHT DURCHGEHEND

BOC-ROHSTOFFPREISINDEX IN PUNKTEN, USD/CAD (R.S. INVERS)



Quelle: DZ BANK Research Quelle: DZ BANK Research

Der kanadische Dollar befand sich in den letzten Wochen gegenüber dem Greenback eher in der Defensive. Dabei ist bemerkenswert, dass die nun vom Markt erwartete raschere bzw. aggressivere zinspolitische Straffung durch die Federal Reserve das Währungspaar USD-CAD nicht auf den Höchststand vom Dezember, als Werte von 1,2964 CAD erreicht wurden, zurückschnellen ließ. Vielmehr blieb der USD unter der Marke von 1,2800 CAD. Das deutet darauf hin, dass eine Vielzahl positiver Faktoren für den USD bereits eingepreist sind. Es ist daher wahrscheinlich, dass USD-CAD bis zum Frühjahr im mittleren bis hohen 1,20er CAD Bereich verharren wird.

Kanadischer Dollar von Sorgen um deutlich restriktivere Fed nur peripher betroffen

Was EUR-CAD betrifft, so ist die Euro-Schwäche von Mitte Januar, als der Euro erstmals seit fast fünf Jahren bei 1,41 CAD notierte, einer etwas optimistischeren Stimmung gewichen. Dank der veränderten Wahrnehmung der geldpolitischen Aussichten in der Eurozone hat sich der Euro zwischenzeitlich auf ein Niveau von 1,4450 CAD erholt. In den kommenden Wochen dürfte das Währungspaar um diese Marke pendeln – es sei denn, die EZB kehrt zu einem "dovisheren" Kurs zurück. Das ist jedoch unwahrscheinlich.

Euro hat sich von Fünfjahrestief ggü. CAD erholt, doch dürfte nun eine Konsolidierung einsetzen

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Skandinavien: Riksbank noch expansiv – Norges Bank mit Zinsanhebungen

Da die Folgen der Omikron-Welle die Konjunktur Schwedens – trotz der jüngsten Verschärfungen der Corona-Maßnahmen – nur geringfügig beeinträchtigen sollten, gehen wir in diesem Jahr von einem Wirtschaftswachstum von 3,2% aus. Dies stützt sich auch auf die jüngsten Daten zu Produktion und Konsum. Der Beschäftigungsaufschwung setzt sich in stetigem Tempo fort. Die Arbeitslosenquote lag im Dezember bei 7.3% und entspricht damit wieder dem Durchschnitt vor dem Ausbruch der Pandemie. Die Einstellungsabsichten sind nach wie vor hoch, was auf weitere Verbesserungen hindeutet, auch wenn der sektorale Arbeitskräftemangel auf ein Qualifikationsdefizit hinweist. Der im Fokus der Notenbank stehende Preisindex CPIF ist im Dezember mit 4,1% (J/J) auf den höchsten Stand seit 28 Jahren gestiegen. Dennoch dürfte die Riksbank den Reposatz vorerst unverändert bei null Prozent belassen. Eine Anhebung in diesem und im kommenden Jahr ist nach Aussagen der Notenbank-Vertreter recht unwahrscheinlich. Im laufenden Jahr sollen die Anleihebestände weitgehend unverändert bleiben, danach allmählich sinken. Der scharfe Anstieg der Corona-Infektionen in Europa hat dazu geführt, dass sich Anleger wieder in die sicheren Häfen flüchten. Seit Anfang November hat Schwedens Währung gut 5% zum Euro abgewertet. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt stabil präsentieren wird und die gute Konjunkturentwicklung intakt bleibt, dürfte die Krone wieder leichten Aufwind erfahren.

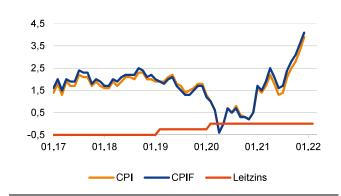
Belastungen durch die Omikron-Welle sollten gering ausfallen

Beschleunigter Preisauftrieb

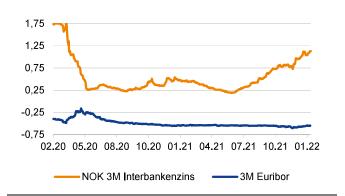
Riksbank ist noch weit davon entfernt, die geldpolitische Wende einzuleiten

Schwedens Krone sollte wieder von guten Konjunkturdaten profitieren – wir rechnen mit einer moderaten Erholung

SCHWEDEN: INFLATION SO HOCH WIE SEIT 1993 NICHT MEHR CPI, CPIF J/J, ALLE WERTE IN %



NORWEGENS ZINSDIFFERENZ SOLLTE SICH WEITER AUSWEITEN IN %



Quelle: Refinitiv

Quelle: Refinitiv

In jüngster Zeit haben höhere Infektionsraten und umfangreiche Corona-Eindämmungsmaßnahmen die wirtschaftliche Aktivität Norwegens gebremst. Die Arbeitslosigkeit ist zwar leicht gestiegen, sie liegt mit 2,6% aber weiterhin auf Werten vor dem Ausbruch der Pandemie. Die Norges Bank hat den Leitzins auf ihrer Januar-Sitzung unverändert bei 0,5% belassen, bekräftigte jedoch ihre Absicht, den Zinssatz im März anzuheben, um ihre Geldpolitik weiter zu normalisieren. Die zentrale Zielgröße der Zentralbank, der um Steuern und Energiepreise bereinigte CPI-ATE-Inflationsindex stieg im Dezember um 0,5 Prozentpunkte auf 1,8% (J/J), blieb damit aber immer noch unter der Zwei-Prozent Zielmarke. Aufgrund der staatlichen Subventionen zur Bekämpfung der hohen Strompreise dürfte die Gesamtinflation im Dezember ihren Höhepunkt erreicht haben. Wir rechnen mit zwei Leitzinserhöhungen in diesem Jahr, die geringere Virulenz von Omikron im Vergleich zu früheren Wellen und die stärkere zugrundeliegende Inflation bedeuten aber das die Risiken in Richtung weiterer Zinserhöhungen tendieren. Die Rohölpreise haben auch im neuen Jahr ihren Anstieg fortgesetzt und ein Sieben-Jahreshoch markiert. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Notierungen wieder nachgeben. Mit vom DZ BANK Research erwarteten 75 USD/Barrel auf Sicht von zwölf Monaten sollten diese auf einem Niveau bleiben, dass die Krone-Notierungen nicht wesentlich beeinträchtigen dürfte. Ein großer Unterstützungsfaktor der Krone liegt in der Leitzinsdifferenz zur Eurozone. Bereits in März dürfte diese auf 75 Basispunkte anwachsen und sich im weiteren Jahresverlauf weiter ausweiten. Beim Dreimonats-Interbankenzins beträgt der Aufschlag gut 160 Basispunkte und sollte ebenfalls weiter zulegen. Für die norwegische Währung dürfte damit das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

Die Inflation zieht an – bleibt aber noch unter der Zielmarke der Zentralbank

Die Norges Bank hat die Leitzinswende eingeleitet – eine weitere Anhebung um 25 Basispunkte könnte im März folgen

Der Leitzinserhöhungszyklus spricht für Norwegens Krone

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 (0)69 7447 6401

SCHWELLENLÄNDER

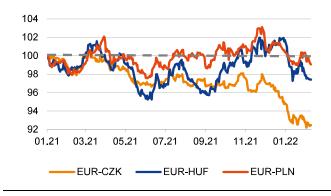
Osteuropa: Geldpolitische Divergenz dürfte zunehmen

Die CE3-Währungen haben sich von den wieder aufgeflammten geopolitischen Risiken (Ukraine-Russland-Konflikt), den ausgeprägten marktseitigen US-Leitzinserhöhungserwartungen sowie den mit der Omikron-Variante des Coronavirus einhergehende Konjunkturrisiken bislang nicht nachhaltig verunsichern lassen. Vielmehr konnten die drei kleinen osteuropäischen Währungen zuletzt gegenüber dem Euro ungeachtet dieser Unsicherheitsfaktoren wieder Kursgewinne verbuchen. Während jedoch sowohl der polnische Zloty als auch der ungarische Forint nach wie vor weit davon entfernt sind, ihre Vor-Corona-Werte wieder zu erreichen, ist es der tschechischen Krone zuletzt nicht nur gelungen, gegenüber dem Euro ihre Höchstwerte von Anfang März 2020 wieder zu erreichen. Vielmehr ließ sie auch diese hinter sich und kletterte Anfang Februar gegenüber der Gemeinschaftswährung zeitweise auf den höchsten Stand seit Herbst 2011. Als wesentlicher Fürsprecher hat sich für die Krone in den vergangenen Monaten die überaus "hawkishe" Geldpolitik ihrer Währungshüter erwiesen, welche den Leitzins bislang um +350 Bp und damit am deutlichsten im CE3-Universum angehoben haben. Dies verlieh der tschechischen Krone zuletzt in dem angespannten Inflationsumfeld auch unter Realzinsaspekten einen Vorteil gegenüber Zloty und Forint.

CE3-Währungen lassen sich nicht nachhaltig verunsichern; Tschechische Krone sticht hervor

TSCHECHISCHE KRONE VERWEIST FORINT UND ZLOTY AUF DIE HINTEREN RÄNGE

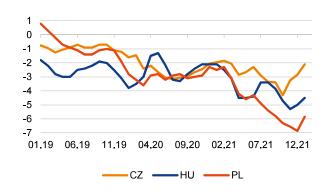
INDEXIERT, 01.01.2021=100



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

BEHERZTE TSCHECHISCHE GELDPOLITIK VERSCHAFFT DER KRONE AUCH UNTER REALZINSASPEKTEN PLUSPUNKTE

REALE LEITZINSNIVEAUS, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Doch es scheint, als ob sich die geldpolitischen Zeiten für die tschechische Landeswährung bald ändern werden. Denn während sowohl die polnische als auch die ungarische Zentralbank mit Verweis auf die Inflationsbekämpfung weitere Leitzinsanhebungen in Aussicht gestellt haben, machten ihre tschechischen Amtskollegen jüngst deutlich, dass sich der dortige Leitzinserhöhungszyklus nun allmählich seinem Ende nähert. So gehen die Vertreter der tschechischen Notenbank (CNB) doch davon aus, dass die dortige Inflation im ersten Halbjahr 2022 ihren Höhepunkt erreichen wird, so dass in der zweiten Jahreshälfte in Tschechien auch wieder mit niedrigeren Kapitalmarktrenditen zu rechnen sei. Das Inflationsziel der CNB von 2% (J/J) sollte ihren eigenen Einschätzungen zufolge dann in den ersten sechs Monaten des nächsten Jahres erreicht werden. Wir gehen daher davon aus, dass die tschechische Zentralbank den Leitzins auf kurze Sicht noch um insgesamt 50 Bp (+25 Bp ausgemachte Sache, +25 Bp "Versicherungsschritt") auf dann 5,00% anheben und sich danach in abwartender Haltung zeigen wird. Auf Jahressicht sollte es dann in

CNB signalisiert baldiges Ende ihres Leitzinserhöhungszykluses einem freundlicheren Inflationsumfeld nicht verwundern, wenn marktseitig erste Leitzinssenkungserwartungen aufkommen.

Die erwartete unterschiedliche geldpolitische Gangart der CE3-Notenbanken dürfte in den kommenden Monaten auch an den dortigen Währungen nicht spurlos vorbeigehen. Während wir sowohl dem Zloty als auch dem Forint aufgrund des erwarteten geldpolitischen Supports auf Sicht von sechs Monaten gegenüber dem Euro weitere Kursgewinne zugestehen, dürfte die Krone wieder etwas kleinere Brötchen backen. Im historischen Vergleich sollte sich die tschechische Landeswährung jedoch weiterhin auf überaus robusten Niveaus bewegen, sehen wir doch Euro-Krone im Spätsommer bei Werten um 24,50 CZK.

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

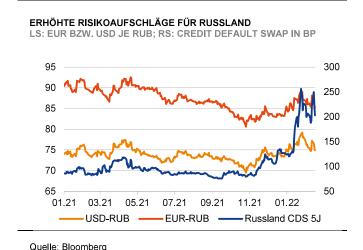
Krone dürfte auf überaus festen Niveaus einen Gang zurückschalten

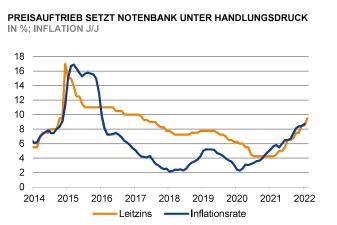
Russland: Diplomatie bleibt gefragt

Die an dieser Stelle übliche Betrachtung von Konjunktur, Inflation, Geldpolitik und Rohstoffpreisen und deren Folgen für die Entwicklung des Rubel-Wechselkurses sind in der aktuellen Lage nahezu Platzverschwendung. Ganz darauf verzichten wollen wir aber dennoch nicht. Dominiert werden die Aussichten an den russischen Finanzmärkten jedoch von den Spannungen um die künftige Politik gegenüber der Ukraine. Auch wenn der Rubel mit Abschlägen auf die Verschärfung der politischen Lage reagiert hat, blieben die Einbußen der Währung noch insgesamt moderat und zumindest EUR-RUB noch ein gutes Stück unter den Werten vom April 2021. Auch damals war es bereits zu einem russischen Truppenaufmarsch an der Grenze zur Ukraine gekommen. An den Finanzmärkten hat sich offenbar bereits frühzeitig die Vermutung durchgesetzt, dass keine der beteiligten Parteien ein Interesse an einer krisenhaften Verschärfung des Konflikts hat und eine solche daher vermieden werden kann. Auch wenn sich zuletzt die unmittelbaren Gefahren offenbar etwas gelegt haben, lässt sich eine erneute Verschärfung oder gar eine Eskalation schwerlich ausschließen, da es bisher kaum zu einer echten Annäherung der Positionen gekommen ist. Sichtbar wurden die politischen Anspannungen vor allem bei den Risikoaufschlägen russischer Fremdwährungsverbindlichkeiten, sowie bei den Credit Default Swaps (CDS).

Ukraine-Politik belastet Finanzmärkte. aber keine Panik

Konflikt bleibt ungelöst





Quelle: Bloomberg

Unterstützung fand der Rubel in den letzten Wochen vor allem durch die steigenden Rohstoffpreise. Die damit verbundenen Einnahmen aus dem Öl- und Gasgeschäft sorgen für einen kräftigen Geldzufluss in das Land und entledigen auch die staatlichen Haushaltsplaner der ärgsten Sorgen. Allerdings gehen wir nicht davon aus, dass sich der Ölpreis dauerhaft auf diesem erhöhten Niveau halten wird, was dann auch den Rubel belasten könnte.

Steigende Rohstoffpreise sorgen für Geldregen

Die Bank of Russia hat sich bei ihrer ersten Sitzung des Jahres zu einer erneuten Zinserhöhung um 100 Bp auf nunmehr 9,5% entschlossen. Nach den vorherigen Äußerungen aus den Reihen der Notenbank und den trüben Inflationszahlen zum Jahresauftakt war dies keine Überraschung mehr. Im Januar stieg die Inflationsrate auf 9,8% (J/J) und in der Kernrate war ein Preisanstieg um 9,2% (J/J) verzeichnet worden. Für die kommenden Sitzungen deutete Notenbankgouverneurin Nabiullina weitere Zinserhöhungen an und für das Gesamtjahr sieht sie den Leitzins in einer Spanne von 9% bis 11%. Mit dieser Politik erwartet/hofft die Notenbank, dass die Inflationsrate bis Mitte 2023 wieder auf das Inflationsziel von 4,0% (J/J) sinkt, was dann auch eine Rücknahme des Leitzinses ermöglichen würde, der im kommenden Jahr nach Einschätzung der Notenbank im Bereich von 7,5% bis 9% liegen soll.

Noch weitere Zinserhöhung, in 2023 setzt die Bank of Russia aber wieder auf Zinssenkungen

Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Türkei & Südafrika: Zwei weit voneinander entfernte Inflationswelten

Die türkische Landeswährung schlägt sich weiterhin für ihre Verhältnisse überaus wacker und verlor seit Anfang des Monats gegenüber dem US-Dollar gerade einmal rund 1,5% an Wert. Angesichts der Vielzahl an Belastungsfaktoren und mit Blick auf die massiven Kursverluste der Lira im vergangenen Jahr kann beinahe schon von einer stoischen Ruhe gesprochen werden. Dass die türkische Landeswährung ungeachtet der geopolitischen Risiken (Ukraine-Russland-Konflikt), der nahenden US-Leitzinswende sowie der jüngsten Ratingherabstufung weiter in den sog. "Ramschbereich" mit negativem Ausblick durch die Bonitätswächter von Fitch dennoch vergleichsweise umsichtig agiert, dürfte maßgeblich dem Umstand geschuldet sein, dass in den aktuellen TRY-Kursen bereits viel Negatives eingepreist wurde – zurecht. Um die Lira, ausgehend von ihren im historischen Vergleich überaus niedrigen Niveaus, erneut spürbar zu verunsichern, bedarf es augenscheinlich mehr.

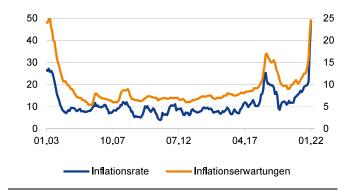
Türkische Lira schlägt sich auf überaus niedrigen Niveaus wacker

Auch der Umstand, dass die türkische Zentralbank (TCMB) nicht mit beherzten Leitzinsanhebungen auf die im Januar auf etwas über 48% (J/J) gestiegene Inflationsrate reagiert, trübt die Stimmung der Lira nicht sonderlich. Zum einen ist es nichts Neues, dass die Geldpolitik der TCMB viel zu locker ausgestaltet ist. Und zum anderen könnte es wahrlich viel schlimmer kommen, denkt man an das letzte Jahr, als die TCMB ungeachtet der immer weiter zugenommenen Inflationsrisiken die Leitzinsen drastisch auf nun 14% gesenkt hat. Da maßt es im aktuellen Umfeld beinahe schon beruhigend an, dass die türkischen Währungshüter jetzt immerhin geldpolitisch abwarten und die Leitzinsen wohl nicht noch weiter senken. Allzu entspannt sollte man sich unserer Ansicht nach an der Lira-Front jedoch nicht zeigen, können doch die Währungsturbulenzen jederzeit wieder aufflammen. In diesem Zusammenhang geben wir zu bedenken, dass der wesentliche Belastungsfaktor, der der Lira bereits seit mehreren Jahren immer wieder zu schaffen macht, nach wie vor vorhanden ist. So bietet die angesichts des massiven Preisdrucks wohl auch perspektivisch viel zu lo-

Lira gibt sich geldpolitisch mit überaus wenig zufrieden; Turbulenzen können jederzeit wieder aufflammen cker ausgerichtete und politisch motivierte türkische Geldpolitik mit den zu niedrigen Zinsen weiterhin keinen adäquaten Inflationsschutz.

TÜRKISCHE INFLATIONSERWARTUNGEN AUF DEM HÖCHSTEN STAND SEIT FRÜHJAHR 2003

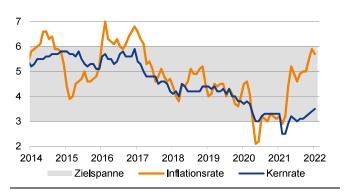
LS: TÜRKISCHE INFLATIONSRATE, J/J; RS: TÜRKISCHE INFLATIONS-ERWARTUNGEN (+12M, MEDIAN), ALLE WERTE IN %



Quelle: Bloomberg

AUCH ZUM JAHRESAUFTAKT KEINE INFLATIONSSORGEN IN SÜDAFRIKA

GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

In der kommenden Woche stellt Südafrikas Finanzminister Godongwana den Entwurf für das am 1. April beginnende neue Haushaltsjahr vor. Die Regierung steht dabei vor der schwierigen Aufgabe, die staatliche Verschuldung zu stabilisieren. In seiner Rede zur Lage der Nation hatte Präsident Ramaphosa bereits angekündigt, die Einkommenshilfen, die im Zuge der Corona-Krise eingeführt worden waren, bis März 2023 zu verlängern. In der Regierung gibt es zudem Bestrebungen, diese Hilfen dauerhaft festzuschreiben. Zwar hat sich die Haushaltslage im letzten Jahr mit der Erholung nach dem Corona-Einbruch und den gestiegenen Rohstoffpreisen wieder verbessert, ein Defizit von voraussichtlich rund 7% des BIP im zu Ende gehenden Haushaltsjahr zeigt aber die geringen Spielräume. Der Omikron-Spuk ist in Südafrika fast so schnell verschwunden, wie er gekommen war und die wirtschaftlichen Schäden dürften insgesamt begrenzt sein. Bereits zum Jahresende 2021 konnte das verarbeitende Gewerbe überraschend starke Produktionszahlen vorlegen, die darauf deuten, dass das BIP mit einem kräftigen Plus aus dem Jahr gegangen ist. Genaue Zahlen hierzu werden Anfang März veröffentlicht. Die Wachstumsaussichten für dieses Jahr dürften diese Daten jedoch merklich überzeichnen.

Der Rand gehört in diesem Jahr bislang weltweit zu den stärkeren Währungen. Hierfür war wohl vor allem der Anstieg der Rohstoffpreise verantwortlich und weniger eine aggressive Geldpolitik. Zwar hat die South African Reserve Bank (SARB) bei ihrer Sitzung Ende Januar ihren Leitzins erwartungsgemäß um 25 Bp auf nunmehr 4,0% angehoben. Die Leitzinsprojektion für das Jahresende fiel allerdings mit knapp unter 5% etwas niedriger als zuvor aus. Im internationalen Vergleich, wo es derzeit eher darum geht, wer die Zinsen schneller und höher anheben kann, fällt Südafrika damit aus dem Rahmen. Dass dies die Währung nicht belastet, ist eine Folge der weiterhin entspannten Preisentwicklung. Auch im Januar lag die Inflationsrate mit 5,7% (J/J) noch im Zielkorridor der SARB (3% bis 6%) und die Kernrate blieb, trotz eines weiteren leichten Anstiegs mit 3,5% (J/J), in der unteren Hälfte dieser Spanne. Entsprechend kann die Geldpolitik mit ihrem moderaten Kurs der Zinserhöhungen Richtung Normalisierung fortfahren. Der Termin einer nächsten Zinserhöhung erscheint zwar noch offen, die vermutliche Zinswende der Fed im März spricht aber für einen zeitnahen weiteren Schritt. Auch wenn der verhaltende Kurs der SARB angemessen erscheint, wird Südafrika damit zumindest optisch zinspolitisch hinter vielen anderen

Positive Wirtschaftsdaten aus Südafrika

Geldpolitik kann einen ruhigen Kurs fahren

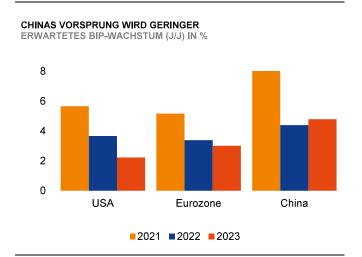
Anlageländern zurückbleiben. Für den Rand könnten sich hieraus gewisse Risiken ergeben, zumal der Spielraum für einen weiteren Auftrieb bei den Rohstoffpreisen begrenzt sein dürfte.

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082 Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

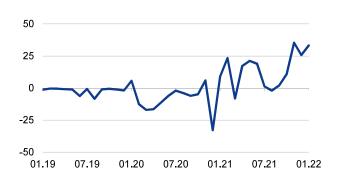
China: Strikte Null-Covid-Politik belastet auch weiterhin

Bislang hat sich Chinas Wirtschaft überraschend immun gegen den Gift-Cocktail aus fragilem Immobilienmarkt, Energieknappheit und strenger Corona-Politik gezeigt. Doch auch wenn das BIP-Wachstum im vierten Quartal glimpflicher als befürchtet davongekommen ist, sehen wir die weiteren Aussichten mit großer Skepsis. Das DZ BANK Research hält an seiner unlängst gesenkten 2022er Wachstumsprognose von nur 4,4% (J/J) fest. Die rigiden Eindämmungsmaßnahmen bei den auch nur geringsten Covid-Ausbrüchen belasten das Konsumklima und führen zur Stilllegung von einzelnen Produktionsstätten. Bisher konnten weitreichende Ausfälle von Containerhäfen, wie es 2021 zu beobachten war, zwar noch verhindert werden, doch das Sand im Getriebe der chinesischen Konjunktur knirscht unüberhörbar. Bis weit in die zweite Jahreshälfte hinein sollten die Belastungen zu spüren sein.

Sand im Getriebe



ZENTRALBANK VERKNAPPT USD-LIQUIDITÄT NETTO-FOREX-KÄUFE DURCH DIE PBOC, IN MRD. CNY



Quelle: DZ BANK Research

Quelle: Refinitiv

Angesichts dieses fragilen Umfelds wird das Eis für die Yuan-Stärke der letzten Monate immer dünner. Eine scharfe Abwertung ist politisch zwar aufgrund der drohenden Stabilitätsrisiken, aber auch wegen der daraus resultierenden Verteuerung der Rohstoff- und Energieimporte nicht opportun. Doch offenbar wächst der Unmut in Peking über die Widerstandsfähigkeit des Yuan. Für großvolumige Interventionen gibt es bisher keine Beweise. Allerdings wären wir hier auch auf ein freiwilliges Geständnis der Notenbank angewiesen; die Entwicklung der chinesischen Währungsreserven ist durch die starken Kursbewegungen an den globalen Finanzmärkten bzw. wegen der damit verbundenen Bewertungseffekte so stark verzerrt, dass kein faires Urteil möglich ist.

Eis für den Yuan wird immer dünner

Ein guter Indikator für die Liquiditätslage bei den grenzüberschreitenden Kapitalflüssen sind die Netto-Fremdwährungskäufe der Notenbank, die im Januar bei 33,3 Mrd. CNY lagen und im November mit 35,4 Mrd. CNY so hoch waren wie zuletzt 2015. (Diese Käufe sind nicht zu verwechseln mit Interventionen. Vielmehr kauft die Notenbank wegen der fehlenden Konvertibilität im Zuge ihrer Devisenbewirtschaftung "überschüssige" Fremdwährung an, die durch den Überschuss in der Handelsbilanz oder durch Direktinvestitionen anfallen. Sie entzieht dem chinesischen Bankensystem die USD-Liquidität, die sie für entbehrlich hält.) Mit dieser Verknappung erhöhen die Währungshüter den Preis für ausländische Liquidität, ohne traditionell am Devisenmarkt intervenieren zu müssen. Auch die Anhebung der Mindestreserveanforderungen für Fremdwährungseinlagen von 7% auf 9% zählt zu den kleinen Nadelstichen, mit denen die Chinas Offizielle die Yuan-Stärke ausbremsen wollen.

Notenbank verknappt USD-Liquidität im Bankensektor

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

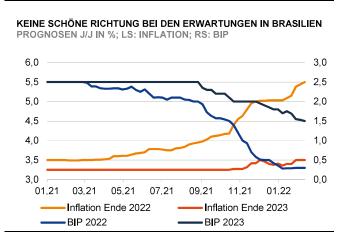
Brasilien & Mexiko: Inflation bestimmt die Geldpolitik

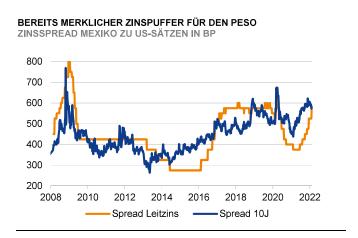
Mit der Zinserhöhung um 150 Bp Anfang Februar, dem dritten Zinssprung in dieser Größe in Folge, hat die Banco Central do Brasil den Leitzins mit 10,75% in den zweistelligen Bereich gehoben. Während die Stellungnahme zur Entscheidung noch relativ moderate Formulierungen enthielt, fiel das Protokoll der Sitzung spürbar schärfer als vermutet aus und legt noch weitere merkliche Zinserhöhungen nahe. Das mittlerweile erreichte Zinsniveau beginnt allerdings, die Wirtschaftsentwicklung zu dämpfen. Bei den Verbraucherpreiszahlen hat sich die geldpolitische Straffung hingegen noch nicht bemerkbar gemacht. Die Inflationsrate insgesamt hatte zwar bereits im November ihren (vorerst) höchsten Wert erreicht, die verschiedenen Indikatoren für den Preisauftrieb, die die Notenbank beobachtet, tendierten aber weiter nach oben und erreichten im Januar 7,9% (J/J). Entsprechend wurden auch die Erwartungen für die Inflationsrate zum Jahresende in den letzten Wochen stetig nach oben angepasst. Wirkung zeigt die geldpolitische Straffung allerdings bei den Inflationserwartungen für 2023, die stabil blieben und bei den Wachstumserwartungen, die immer weiter reduziert wurden.

Banco Central do Brasil fährt restriktiven Kurs, aber noch keine Erfolge bei den Preiszahlen

Vor diesem Hintergrund wird der Spielraum für die brasilianische Notenbank immer enger und bei den kommenden Zinssitzungen sind keine so großen Sprünge mehr zu erwarten. Für die nächsten zwei Termine (März und Mai) gehen wir von einer Zinserhöhung bis auf 12% aus, der dann eine längere Pause folgen dürfte. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass sich der grundsätzliche Preisauftrieb nicht mehr weiter beschleunigt. Wenn sich die Inflationsraten im kommenden Jahr auch nur ansatzweise in Richtung der Durchschnittsprognosen entwickeln, wird auf Jahressicht auch wieder über Zinssenkungen diskutiert werden. Eine Zinswende nach unten dürfte dann gegen Mitte 2023 eingeleitet werden. Für den Real muss dies nicht negativ sein, da der Realzins hoch bleiben dürfte und vor allem eine erfolgreiche Geldpolitik positiv für eine Währung ist. Zunächst muss der Real aber noch mit den Zweifeln leben, ob die Währungshüter tatsächlich den Preisauftrieb dämpfen können. Zudem bestehen noch erhebliche Fragezeichen über die künftige Ausrichtung der Fiskalpolitik.

Zinszyklus nähert sich dem Ende





Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

Quelle: Bloomberg

In Mexiko flachen die Infektionszahlen mit der Omikron-Variante wieder ab, so dass auch die erneut eingeführten Beschränkungen künftig wieder zurückgenommen werden können. Zumindest die Dezemberzahlen zur Industrieproduktion (+1,2%, M/M) zeigten sich bereits zum Jahresende 2021 verbessert. Damit bestehen gute Aussichten nach zwei Minusquartalen im ersten Quartal des Jahres wieder auf einen Wachstumspfad zurückzukehren. Besonders ausgeprägt sollte dieser aber kaum sein.

Nur ein moderater Wachstumskurs in Mexiko

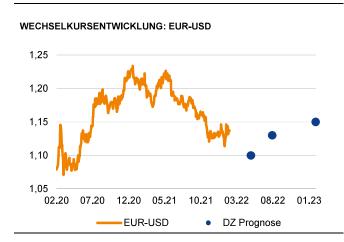
Die erste Notenbanksitzung unter der Leitung der neuen Präsidentin Victoria Rodriquez stand ganz im Zeichen der Kontinuität. Mit der zweiten Zinserhöhung um 50 Bp in Folge auf nunmehr 6,0% setzte die Banco de México ihren Weg der geldpolitischen Normalisierung fort. Erforderlich war dieser Schritt wieder einmal durch unbefriedigende Preiszahlen. Im Januar gab die Gesamtrate zwar leicht auf 7,1% (J/J) nach, die Kernrate stieg aber auf 6,2% (J/J). Dies lässt zunächst einmal eine weitere Zinserhöhung auch um 50 Bp möglich erscheinen. Als weiterer Entscheidungsfaktor kommt jedoch die Fed ins Spiel, die im März ihren Zinserhöhungszyklus beginnen dürfte. In ihren Stellungnahmen hat die mexikanische Notenbank immer wieder die Bedeutung des Zinsabstandes zu den USA betont. Ein Leitzinsaufschlag von über 600 Bp war in den letzten Jahren eher ungewöhnlich und mit derzeit 575 Bp liegt diese Marke nicht mehr weit entfernt. Dies zeigt, dass in Mexiko die Zinserhöhungen gegenüber der Fed wohl nicht mehr deutlich ausgeprägter verlaufen sollten, auch wenn wir auf Jahressicht beim Leitzins einen Abstand von 625 Bp vermuten. Im langlaufenden Bereich zeigte sich in den letzten Wochen bereits ein gewisser Widerstand und die Renditen der mexikanischen Staatsanleihen haben den Auftrieb der entsprechenden US-Papiere nicht mehr vollständig nachvollzogen, so dass der Spread in diesem Segment leicht nachgab. Der im längerfristigen Vergleich hohe Zinsvorsprung gegenüber dem US-Markt sollte für den Peso ein stabilisierender Faktor sein, der die Unbilden einer oftmals erratischen Politik, die Mexiko als Investitionsstandort gefährdet, ausgleichen sollte.

Fed wird künftig den Kurs der Banco de México bestimmen

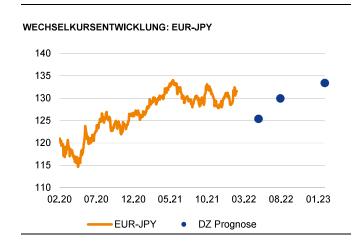
Hoher Zinsvorsprung gegenüber den USA sollte den Peso stabil halten

Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

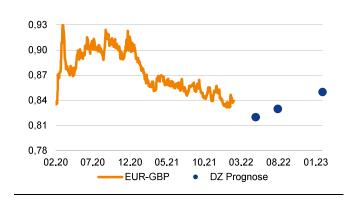


Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



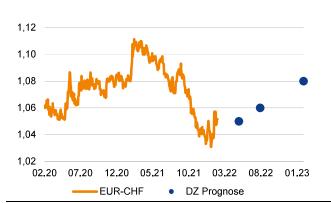
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



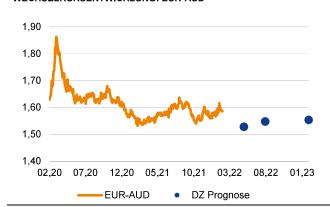
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



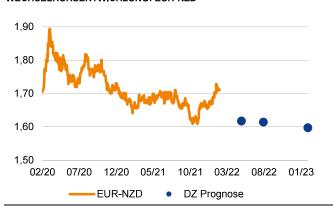
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD

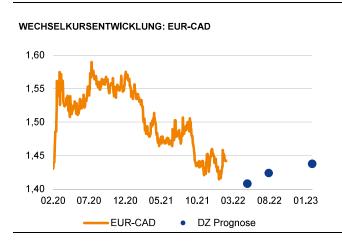


Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

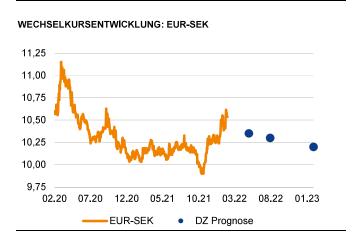
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



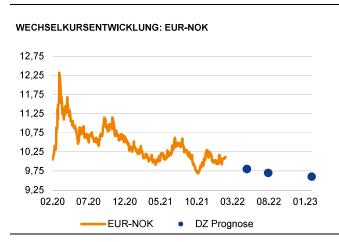
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



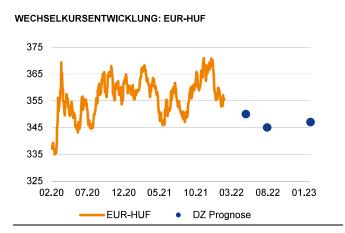
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



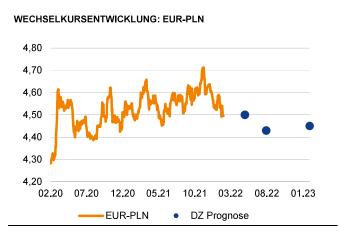
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



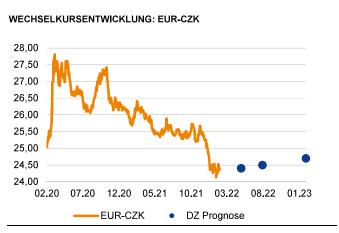
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



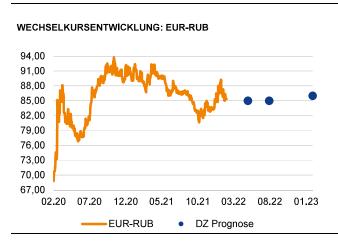
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



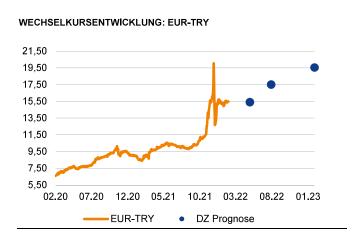
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



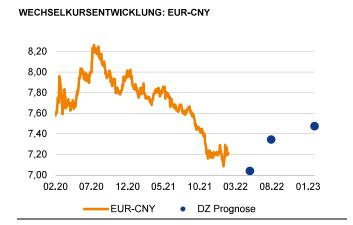
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



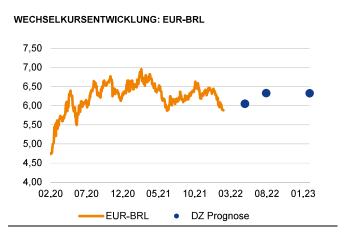
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR 21,00 20,00 19,00 18,00 17,00 16,00 15,00 02.20 07.20 12.20 05.21 10.21 03.22 08.22 01.23 **EUR-ZAR** DZ Prognose

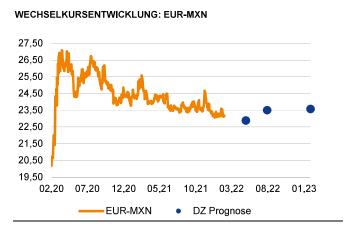
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

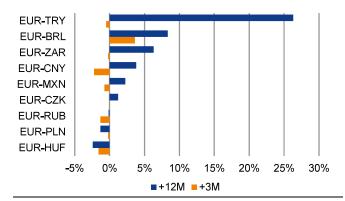
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

FX-PROGNOSE G10-LÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

${\sf FX-PROGNOSE} \ {\sf SCHWELLENL\"{A}NDER} \ ({\sf VER\"{A}NDERUNG}, \ {\sf IN} \ \%)$



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1374	1.10	1.13	1.15
EUR/GBP	0.8372	0.82	0.83	0.85
EUR/JPY	131.31	125	130	133
EUR/CHF	1.0491	1.05	1.06	1.08
EUR/AUD	1.5808	1.53	1.55	1.55
EUR/NZD	1.7032	1.62	1.61	1.60
EUR/CAD	1.4427	1.41	1.42	1.44
EUR/NOK	10.10	9.80	9.70	9.60
EUR/SEK	10.55	10.4	10.3	10.2
EUR/PLN	4.4979	4.50	4.43	4.45
EUR/CZK	24.34	24.4	24.5	24.7
EUR/HUF	355.0	350	345	347
EUR/RUB	85.48	85.0	85.0	86.0
EUR/TRY	15.47	15.4	17.5	19.6
EUR/ZAR	17.05	17.1	17.5	18.2
EUR/CNY	7 <u>.</u> 2074	7.04	7.35	7.48
EUR/BRL	5.8428	6.05	6.33	6.33
EUR/MXN	23.05	22.9	23.5	23.6

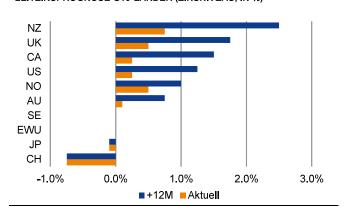
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1374	1.10	1.13	1.15
GBP/USD	1.3587	1.34	1.36	1.35
USD/JPY	115.45	114	115	116
USD/CHF	0.9223	0.95	0.94	0.94
AUD/USD	0.7195	0.72	0.73	0.74
NZD/USD	0.6678	0.68	0.70	0.72
USD/CAD	1.2684	1.28	1.26	1.25
USD/NOK	8.88	8.91	8.58	8.35
USD/SEK	9.27	9.4	9.1	8.9
USD/PLN	3.9545	4.09	3.92	3.87
USD/CZK	21.40	22.2	21.7	21.5
USD/HUF	312.1	318	305	302
USD/RUB	75.15	77.3	75.2	74.8
USD/TRY	13.60	14.0	15.5	17.0
USD/ZAR	14.99	15.5	15.5	15.8
USD/CNY	6.3367	6.40	6.50	6.50
USD/BRL	5.1370	5.50	5.60	5.50
USD/MXN	20.27	20.8	20.8	20.5

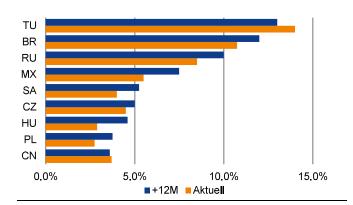
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	′j.) 5,2	3,4	3,0	4,3	3,4	2,8	3,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	3,7	2,4	4,9	4,0	3,2	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-4,3	-4,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,2	3,5	3,2				
JSA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V		3,7	2,2	4,1	3,7	4,0	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	5,9	3,4	7,4	6,1	5,4	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-12,0	-6,3	-4,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,7	-2,4				
apan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. ∨	′j.) 1,5	2,2	2,3	1,0	1,3	3,1	3,1
Inflation (in % gg. Vj.)	-0,2	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,2	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	3,5	3,5				
iroßbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	′j.) 7,2	4,4	2,4	7,5	3,5	3,4	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	5,0	2,4	5,4	5,7	5,3	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,6	-3,4	-2,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,6	-3,7				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	(j.) 3,6	3,0	2,4	3,9	2,9	2,7	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	0,6	1,7	1,3	1,9	1,9	1,6	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,5	-0,5	1	-,-	-,-	.,-	-,-
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9,0	9,0	9,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	(j.) 4,3	3,4	4,0	2,4	2,0	4,5	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	2,8	2,3	3,4	2,9	2,6	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-4 ,0	-3,0	-, -	_,-	_,-	-,-
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	1,0	0,5				
leuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	′j.) 5,0	3,3	2,9	4,0	2,0	4,0	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	3,5	2,3	5,6	4,6	2,0	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,1	-2,0	-2,0	-,0	.,•	_, •	1,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,9	-4,3	-3,9				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	(j.) 4,5	4,3	3,2	2,4	4,8	5,0	4,9
Inflation (in % gg, Vi.)	3,3	4,3 3,8	3,2 2,4	2, 4 4,5	4,0 4,4	3,4	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-2,2	-1,6	7,0	→ , →	J, 4	۷, ۱
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,0	-2,2 -1,5	-1,6 -1,4				
'ahuadan							
Schweden Wirtechaftewachstum (in % ag.)	/i \ 4 7	2.2	2.4	4.0	2.0	2.5	2.2
Wirtschaftswachstum (in % gg. V	• •	3,2	2,1	4,2	3,9	2,5	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	2,2	1,9	2,9	2,5	2,0	1,4
Budgetsaldo (in % des BIP) Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,3 5,2	-0,8 4,5	-0,4 4,7				
lorwegen Wirtschaftswachstum (in % gg. √	(j.) 4,1	3,1	1,5	5,4	4,8	1,4	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,5	2,2	1,6	3,5	2,9	1,7	0,6
				-,-	-,-	.,,	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	1,7	0,1	1,3				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

6,9	4,3	
6.9	4,3	
-,-		4,3
4,7	4,1	3,2
-6,4	-5,7	- 4,1
- 2,4	- 1,0	0,0
5,1	4,5	4,0
5,1	6,0	4,1
-1,9	-1,5	-1,1
- 0,3	0,1	0,3
2,4	4,3	4,1
3,6	3,9	1,5
-6,9	- 5,3	- 3,7
2,9	1,9	1,4
3,9	2,6	2,3
6,7	6,6	3,7
- 0,8	- 1,8	-1,4
4,9	4,0	2,0
10,4	3,5	2,8
19,5	42,0	23,0
-3,5	-3,6	-3,0
- 2,6	-3,0	-3,1
4,7	2,0	2,3
4,6	5,2	5,1
- 7,0	- 8,0	- 6,5
5,0	3,0	1,0
8,1	4,4	4,8
0,9	2,0	2,0
- 7,5	-6,5	-5,8
1,4	1,0	0,8
4,8	0,5	1,5
8,3	8,6	3,7
	-6,5	-6,0
	-1,6	-1,7
5,2	2,2	2,7
5,7		3,7
		-2,4
	- 0,2	-0,6
	8,3 -4,5 -0,5	8,3 8,6 -4,5 -6,5 -0,5 -1,6 5,2 2,2 5,7 5,4 -3,1 -3,0

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG 17.2.2022

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

 Telefon:
 +49 69 7447 - 01

 Telefax:
 +49 69 7447 - 1685

 Homepage:
 www.dzbank.de

 E-Mail:
 mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender),

Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus,

Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth,

Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main,

Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank. Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten

BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1 Diese Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK) als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten. Sie berücksichtigen keine persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2 Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren können kostenfrei eingesehen und abgerufen werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- Europäische Zentralbank www.ecb.europa.eu
 Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht www.bafin.de Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen Conflicts of Interest Policy erstellt.
- 3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist. bestätigt, dass
 - diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung Die isolierte Bewertung einzelner Aspekte, die einer Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten vorgelagert sind, insbesondere nach den von der DZ BANK definierten Nachhaltigkeitskriterien, nach ihrem definierten Value-Ansatz, ihrer definierten Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten), ihren Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen, und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen, sind keine selbstständigen Anlagekategorien und enthalten damit keine Anlageempfehlungen. Diese isolierten Aspekte allein können eine Anlageentscheidung noch nicht begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter Nachhaltigkeitsfaktoren analysiert und isoliert als "nachhaltig" oder "nicht nachhaltig" eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als "Transformationsstaat" erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen Währungsraum orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden Währungsraum zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als "attraktiv", welche als "unattraktiv" und welche als "neutral" einzustufen sind.

"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen, sind keine selbstständigen Anlagekategorien und enthalten damit keine Anlageempfehlungen. Diese isolierten Aussagen allein können eine Anlageentscheidung noch nicht begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe "Übergewichten", "Untergewichten" und "Neutral gewichten" verwendet.

- "Übergewichten" bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
- "Untergewichten" bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
- "Neutral gewichten" bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht. Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit "Neutral gewichten" eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit "Übergewichten" und ein Anleihesegment mit "Untergewichten" eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihesektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im Anleihesegment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen ("Land") ist der Vergleich des entsprechenden Ländersegments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future) indizieren die verwendeten Pfeile (\uparrow) ($\dot{\Psi}$)(\rightarrow) nur die Trendrichtung, beinhalten jedoch keine Anlageempfehlung. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, ohne eine eigene Bewertung des Analysten wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

"Pfeil nach oben (♠)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

"Pfeil nach unten (♥)" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

"Pfeil nach rechts (→)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-

Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträu-

- me geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.
- 5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung.
 - Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.
- 5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei: Nachhaltigkeitsanalysen: zwölf Monate Analysen nach dem Value-Ansatz: ein Monat Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio): ein Monat Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): ein Monat Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): drei Monate Aktienindizes (fundamental): drei Monate sechs bis zwölf Monate Währungsräume Gewichtung von Marktsegmenten: sechs Monate Gesamtmarktstrategie sechs Monate Branchenstrategie Unternehmensanleihen sechs Monate Strategie Covered Bonds: sechs Monate Derivate

(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat Rohstoffe: ein Monat

- 5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.
- 5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.
- 5.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressater

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und der Schweiz. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben. Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Informationen und tie in dieser Sonstigen Research-Informationen und tie in dieser Sonstigen Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine Sonstige Research-Information kann eine fachkundige Beratung für entsprechende Investitionen keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

 Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. RECHTLICHE HINWEISE

 Dieses Dokument richtet sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und der Schweiz. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als "*Finanzanalyse*" bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Per-

sonen, gebracht und dort ausschließlich an "accredited investors", und / oder "expert investors'weitergegeben und von diesen genutzt werden. Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als "Sonstige Research-Information" bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

- 2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.
 Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- 3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

 Einschätzungen insbesondere Prognesen Fair Value und / oder Kursenwar-
- Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertragsund / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis. das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
- 4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
 - Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unterneh-

men zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 - (0)69 - 74 47 - 69 62	HTheo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 - (0)69 - 74 47 - 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 - (0)69 - 74 47 - 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 - (0)69 - 74 47 - 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 - (0)69 - 74 47 - 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 - (0)69 - 74 47 - 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 - (0)511 - 99 19 - 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 - (0)89 - 21 34 - 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 - (0)69 - 74 47 - 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 - (0)211 - 7 78 - 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 - (0)69 - 74 47 - 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 - (0)69 - 74 47 - 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 - (0)69 - 74 47 - 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 - (0)69 - 74 47 - 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 - (0)30 - 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 - (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 - (0)69 - 74 47 - 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 - (0)211 - 7 78 - 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 - (0)211 - 7 78 - 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 - (0)211 - 7 78 - 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 - (0)69 - 74 47 - 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 - (0)69 - 74 47 - 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 - (0)69 - 74 47 - 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 11	Friedrich Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 - (0)69 - 74 47 - 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 - (0)69 - 74 47 - 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 - (0)69 - 74 47 - 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 - (0)69 - 74 47 - 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 - (0)69 - 74 47 - 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 - (0)69 - 74 47 - 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de